Cambio en los instrumentos de política monetaria

Miguel Urrutia M.[1]

A partir de 1999, se produjo un cambio fundamental en la política monetaria. Hasta esa fecha, la autoridad monetaria utilizaba el control de los agregados monetarios, y en particular de los medios de pago, como el instrumento para el control de la inflación. El supuesto era que el determinante de la inflación era el crecimiento en la cantidad de dinero, supuesto que varios estudios habían validado para el caso colombiano.

La idea de controlar la inflación a través del control de la cantidad de dinero tiene una larga tradición, comenzando por la Teoría Cuantitativa que postula que $MV = PQ$, siendo M la cantidad de dinero, V la velocidad de rotación del dinero, P los precios y Q las cantidades producidas en la economía. Dada una velocidad constante, aumentos en M tienden a generar aumentos en precios en el largo plazo.

Varios trabajos empíricos en Colombia han dado como resultado que, en efecto, los cambios en los agregados monetarios han determinado la inflación. Algunos estudios utilizaron la base monetaria como la variable independiente y otros, M1 o M3.

En la década de los setenta el ambiente inflacionario colombiano trajo consigo una creciente preocupación por el tema en la academia y entre los responsables de la política económica, y es así como fueron muy populares los estudios que explicaban la tasa de inflación en términos de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en períodos anteriores, encontrando una relación significativa entre las dos variables.

Así por ejemplo, Antonio Hernández[2] muestra a través de cifras que el exceso de oferta monetaria, definido como la tasa de crecimiento de los medios de pago menos la tasa de crecimiento del PIB, era concordante, en los primeros años de la década de los setenta, con la tasa de crecimiento del nivel de precios: en 1968, el exceso de oferta monetaria era

---

[1] Actualmente es Profesor Investigador de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. Fue Director de Fedesarrollo en dos ocasiones, la primera desde 1978 a 1982 y luego de 1989 a 1991. El autor agradece la colaboración de Lorena Lizarazo.

[2] Antonio Hernández (1974), "El Plan y la Inflación". El plan de desarrollo colombiano en marcha. DNP: Ediciones Tercer Mundo, p. 222. Citado en "Inflación" ANIF, Bogotá. Pag.184.

de 5,1 y la tasa de crecimiento del nivel de precios era de 6,2; en 1970, el primero equivalía 7,3 y el segundo a 7,6, mientras que en 1973 tales valores eran de 23 y 23,5 respectivamente.

Existen trabajos empíricos más elaborados que efectivamente encuentran una relación positiva entre las dos variables. Un ejemplo de estos estudios, lo constituye el trabajo empírico de Ramírez y Carrizosa (1975) quienes, utilizando técnicas de análisis espectral, encuentran que un cambio a largo plazo de 1% en la tasa de crecimiento de los medios de pago está asociado con un cambio de 2% en la tasa de crecimiento de los precios. Estos autores toman como base la Teoría Monetaria de la inflación y afirman que los desequilibrios referentes a la cantidad de dinero en la economía, aunque afectan diferentes variables, solamente tienen efectos permanentes sobre el nivel de precios. A conclusiones similares llega Musalem (1971) quien, luego de conducir un análisis econométrico, afirma que la inflación colombiana de la post-guerra (y hasta entonces) había exhibido características más correspondientes a una inflación monetaria que a una de costos, al señalar como determinantes de la misma a: la oferta monetaria, el ingreso nacional, los cambios en los salarios, en la tasa de cambio, en el costo efectivo de las importaciones y en las expectativas de inflación.

Conclusiones de este tipo, sin embargo, no han estado restringidas únicamente a estudios de la década de los setenta; Misas, López y Melo (1999) aplican y modifican un modelo *P** para Colombia, el cual describen como una "versión formalizada de la percepción ampliamente difundida del origen monetario de la inflación en el largo plazo". En el marco del tal modelo, la desviación del dinero de su senda de largo plazo permite explicar la senda futura de la inflación. Aunque el modelo original supone una velocidad constante de circulación de los agregados monetarios, los autores introducen como modificación el hecho de que tal velocidad de circulación puede no ser constante (o no estacionaria). Los resultados, tanto del modelo original como del modelo modificado, muestran que los desequilibrios monetarios efectivamente impactan la inflación de manera positiva con algún rezago.
Por su parte, Sánchez, Fernández y Armenta (2005) encuentran una relación significativa entre el crecimiento del dinero y el del nivel de precios, y afirman que la tasa de crecimiento de los medios de pagos "llevó a un incremento *pari passu* de la inflación".

En un trabajo empírico igualmente reciente, Otero y Ramírez (2005) evalúan como determinantes de la inflación el exceso de oferta de dinero, los efectos de presión de demanda, la inflación importada y la inflación de salarios, encontrando que, dentro de éstos, sólo son determinantes significativos el exceso de dinero con un efecto sobre la inflación de 14%, el exceso de demanda con un impacto sobre la misma de 11% y las desviaciones de la tasa de cambio de PPP[3] de largo plazo, cuyo impacto equivale al 2%.

Aunque bajo la influencia de Milton Friedman, en los sesentas y setentas muchos bancos centrales utilizaron el control de los agregados monetarios como instrumento para estabilizar los precios, en la actualidad a nivel mundial, la mayoría de los bancos centrales tienen como instrumento de manejo monetario la tasa de interés interbancaria ("*overnight rate*") como su instrumento central de política (Blinder, 1997). La controversia de cuál es el instrumento más efectivo se aclaró teóricamente a partir de

[3] Paridad del poder adquisitivo.

los trabajos de Poole (1970). En resumen, el instrumento de tasa de interés es superior cuando los choques a la demanda por dinero (choques LM) dominan los choques de gasto (choques IS). En la práctica estas condiciones se dieron y con el tiempo, todos los bancos centrales en países desarrollados abandonaron metas de agregados monetarios en favor de metas de tasa de interés. Sin embargo, el Bundesbank[4] siguió insistiendo en que tenía metas de M y en la negociación para la creación del Banco Central Europeo se acordó que los agregados monetarios se tendrían en cuenta como criterio para la definición de la política monetaria.

En este ensayo se hace un recuento de cómo y por qué en Colombia se pasó del control de agregados monetarios al esquema de inflación objetivo con el manejo de la tasa de interés.

I. META DE INFLACIÓN Y CONTROL DE AGREGADOS MONETARIOS

La Constitución de 1991 estableció que el Banco de la República debía tener una meta de inflación, y buscar mantener el poder de compra de la moneda. Esto en la práctica implicaba reducir la inflación a un nivel que el público considerara que se mantenía el poder de compra del peso.

Antes de que se posesionara la Junta, el Ministro de Hacienda anunció que en un año la inflación bajaría de 32% a 22%, anuncio que obviamente no se podía cumplir sin incurrir en altísimos costos en materia de desempleo y crecimiento. Como resultado, el anuncio le ató las manos a la Junta, pues ésta no podía ser más inflacionaria que el Ministro de Hacienda, y por lo tanto la meta de 22% se mantuvo durante tres años y se incumplió sistemáticamente en ese periodo. Esto tuvo un alto costo en términos de credibilidad de la política monetaria.

Como desde los años setenta la inflación en Colombia había fluctuado entre 20 y 30 por ciento, se habían creado mecanismos generalizados de indexación. Tanto los salarios como los contratos se ajustaban de acuerdo a la inflación pasada o según las expectativas de inflación futura, que también estaban influenciadas por las alzas de precios pasadas. En una economía de esas características una desinflación abrupta lleva a aumentos indeseados en salarios reales y desempleo. Teniendo esto en cuenta, la Junta del Banco siguió una política de desinflación gradual para reducir los costos de ésta en términos de empleo. La política fue reducir la meta anualmente en una proporción que no llevara a aumentos grandes en costos laborales, teniendo en cuenta la indexación hacia atrás de los salarios. Esto implicaba descensos de 1 o 2 puntos porcentuales, hasta llegar a un dígito, y reducciones de 1/2 a 1 punto, una vez consolidada la inflación de un dígito.

El Cuadro 1 muestra las metas y el aumento registrado en el IPC. Se observa en el cuadro que la reducción más significativa en el ritmo de aumento de precios ocurrió en 1999, fenómeno totalmente inesperado. Para ese año la meta de inflación era de 15%, y la inflación terminó en 9,2% en diciembre. El comportamiento de los agregados monetarios no hacía previsible una desinflación de estas características.

Lo que pasó fue que las crisis Asiática y Rusa llevaron a una reversión sin precedentes en los flujos de capital, lo cual redujo dramáticamente la demanda agregada. La caída en la inflación se debió entonces a ese fenómeno. También se observa en el Cua-

[4] De la República Federal Alemana.

Cuadro 1. LAS METAS Y EL AUMENTO REGISTRADO EN EL IPC

		DTF	IPC anualizado	Meta de inflación (%)
Junio	1991	36,89	31,0	
Diciembre		37,93	26,8	22
Junio	1992	23,94	28,1	
Diciembre		26,73	25,1	22
Junio	1993	26,40	21,4	
Diciembre		25,59	22,6	22
Junio	1994	26,22	23,1	
Diciembre		37,32	22,6	19
Junio	1995	34,75	21,7	
Diciembre		30,12	19,5	18
Junio	1996	31,09	19,7	
Diciembre		28,60	21,6	17
Junio	1997	23,28	18,7	
Diciembre		24,09	17,7	18
Junio	1998	31,62	20,7	
Diciembre		36,30	16,7	16
Junio	1999	18,12	9,0	
Diciembre		17,47	9,2	15
Junio	2000	11,82	9,7	
Diciembre		13,10	8,8	10
Junio	2001	12,73	7,9	
Diciembre		11,44	7,6	8
Junio	2002	9,01	6,3	
Diciembre		7,91	7,0	6
Junio	2003	7,81	7,2	
Diciembre		7,94	6,5	5,5
Junio	2004	7,89	6,1	
Diciembre		7,68	5,5	5,5

Fuente: Banco de la República.

dro 1 que en 1998 aumentan significativamente las tasas de interés. Con un rezago, como es usual en materia de política monetaria, se afectó negativamente la demanda agregada.

El aumento en las tasas de interés no fue el resultado de aumentos en la tasa de política del Banco Central. En esa época, como ya se ha dicho, el instrumento de política monetaria era el control de los agregados monetarios. Al reversarse los flujos de capital por la crisis internacional, se presionó el techo de la banda cambiaria y el Banco de la República tuvo que vender reservas internacionales. Esto redujo la liquidez en un momento en que aumentaba la demanda por divisas. Adicionalmente, la crisis internacional aumentó la tasa de interés de la deuda de los países emergentes, y en particular la de América Latina.

La combinación de expectativas de devaluación y tasas más altas de la deuda latinoamericana en dólares aumentó las tasas en moneda local en toda la región, y Colombia no fue la excepción. La experiencia de 1998 y 1999 enseñó que, a diferencia de lo que ocurría en la época de la represión financiera en los sesentas y setentas, se podían producir cambios significativos en las tasas de interés al reducirse la liquidez y éstos se transmitían al sector real de la economía.

Esta experiencia también mostró que cambios relativamente pequeños en la oferta monetaria podían generar alta volatilidad en las tasas de interés. Esto ya era claro para varios miembros de la Junta antes de la crisis, y por eso se había tratado de estabilizar la tasa interbancaria, estableciendo techos y pisos para ésta en los cuales el Banco aumentaba o disminuía automáticamente liquidez para estabilizar la tasa interbancaria dentro de ciertos rangos. Pero al llegar la crisis y generarse una gran demanda por divisas, se abandonaron esos topes.

Después de dos devaluaciones de la banda cambiaria y la decisión de flotar la tasa de cambio en septiembre de 1999, se eliminó la demanda especulativa por divisas y se redujeron las expectativas de devaluación. Esto hizo posible reducir las tasas de interés, como se observa en el Cuadro 1. Se aprovechó la flotación de la tasa de cambio para pasar a un nuevo esquema de política monetaria en el cual el instrumento de control adoptado fue la tasa de interés de expansión y contracción del Banco Central.

II. LOS MODELOS DE PREDICCIÓN DE LA INFLACIÓN

El requisito para poder establecer las metas de inflación que pide la Constitución es tener buenos modelos de los determinantes de ésta. Desde 1992 la Junta le estableció el reto al equipo técnico del Banco de elaborar modelos de predicción de inflación. Como se describe en Urrutia (2002), al principio los modelos que mejor predecían eran los de series de tiempo tipo ARIMA, pero las desventajas de estos modelos es que no incluyen variables de política y son autorregresivos. Los modelos monetarios no predecían bien, y todos tenían un componente importante de inercia inflacionaria. Para las decisiones de política no era muy útil concluir que la inflación del pasado determinaba la inflación del futuro. Sin embargo, no parecía haber alternativa diferente a tratar de controlar la inflación manejando los agregados monetarios. En la primera parte de la década, se calculaban modelos de demanda de dinero y con base en éstos, se elaboraban corredores de seguimiento semanal de la base monetaria.

Hacia 1995 ya se habían estimado versiones simples de curva de Phillips, y en los años siguientes se desarrolló una familia de modelos con variables monetarias y la diferencia entre PIB potencial y PIB observado, los cuales comenzaron a producir proyecciones de mejor calidad (López, E. y Misas M., marzo 1999; Misas, M., López, E. y Melo L.F., octubre, 1999). También se desarrollaron nuevas medidas de inflación básica, y se incorporaron datos de clima en los modelos que predicen la inflación de alimentos. Después, se desarrolló un modelo de oferta y demanda agregada para economías abiertas del tipo que se estaban utilizando en los bancos centrales de varios países, incluyendo Inglaterra y la República Checa, entidades que prestaron su asesoría. Este modelo, que permanentemente se está mejorando, se ha denominado *Modelo de Mecanismos de Transmisión (MMT)* (Gómez, J. y Betancourt, R, 2003). Recientemente, con la experiencia de los efectos sobre los precios de la devaluación de 1992-1993 y la posterior revaluación, se ha incorporado de manera formal la variable tasa de cambio en los modelos de inflación.

Estos modelos son un instrumento fundamental para la toma de decisiones de la Junta. Pero es importante enfatizar que ésta no solo analiza el *MMT*, sino toda la familia de modelos de predicción de inflación que han demostrado tener alguna capacidad predictiva. En Urrutia (2003) se describe el uso de los modelos en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. En el esquema de inflación objetivo, la Junta varía la tasa de intervención del Banco cuando las predicciones de inflación son superiores o menores al rango establecido para la meta de inflación. En el primer caso aumenta la tasa de interés, y hace lo contrario en el segundo caso.

III. LA TRANSICIÓN

En Urrutia (2002) se hace un recuento de la historia de la política monetaria en la primera década del Banco Central independiente, y es de destacar que cuando se escribió el artículo, la mayoría de los miembros de la Junta todavía consideraban que era necesario seguir vigilando el comportamiento de los agregados monetarios y se seguían calculando corredores para la base monetaria con modelos de demanda por dinero. Hernández y Tolosa (2001) le asignan un importante papel a la base monetaria dentro de la política monetaria y afirman que los "desarrollos monetarios son detenidamente analizados, teniendo en cuenta la naturaleza monetaria de la inflación".

Sin embargo la experiencia después del año 2000 mostró que la demanda por dinero era muy difícil

de pronosticar. Los agregados monetarios comenzaron a crecer por encima del PIB nominal en una época de inflación decreciente. Una explicación al rápido crecimiento del efectivo fue la creación y el posterior aumento del impuesto a las transacciones financieras, pero este fenómeno no explicaba todo el desfase entre las proyecciones de demanda por dinero basadas en las variables tradicionales. La caída de las bolsas extranjeras y las expectativas de revaluación posteriores también aumentaron la demanda por pesos después de 1992.

La inestabilidad de la demanda por dinero ha hecho que cada vez la política monetaria se concentre menos en los agregados monetarios. Este fenómeno no ocurre solo en Colombia, pues lo mismo ha ocurrido en otros países del continente como Chile. Esto no quiere decir que no se continúen haciendo esfuerzos por estudiar periódicamente si existen o no excesos monetarios en la economía utilizando nuevas metodologías.

IV. CONCLUSIÓN

Este artículo ha descrito cómo la política monetaria en Colombia evolucionó de un esquema centrado en el control de los agregados monetarios desde la época de la Junta Monetaria y los primeros años del Banco Central independiente, hacia un control monetario centrado en la utilización de la tasa de interés de intervención del Banco como variable de control. La coincidencia entre las metas de inflación y la inflación observada en los últimos años sugiere que el nuevo esquema ha sido bastante exitoso.

Sin embargo, sigue siendo cierto que otras variables de política influencian la inflación. Un estudio reciente de Otero y Ramírez (2005) concluye empíricamente que los determinantes de la inflación son los excesos monetarios, excesos de demanda y desviaciones de la tasa de cambio de PPP de largo plazo. El Banco de la República tendrá que seguir teniendo estas variables en cuenta para sus proyecciones de inflación futura, pero en algunos casos también tendrá que influir directamente en ellas para lograr la estabilidad de precios.

BIBLIOGRAFÍA

ANIF (1974), *Inflación,* Ediciones Tercer Mundo. Bogotá.

Blinder, Alan S. (1977), "What Central Bankers Could Learn from Academics…and Vice Versa", *The Journal of Economic Perspectives,* Vol.2, No.2, Spring.

Gómez, J. y R. Betancourt (2003), "El Sistema de Pronóstico de la Inflación", *Revista del Banco de la República,* febrero.

Hernández, A. y J. Tolosa (2001), "La Política Monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa", Banco de la República", *Borradores de Economía No. 172,* febrero.

López, E. y M. Misas (1999), "Un examen empírico de la Curva de Phillips en Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía No.117*, marzo.

Misas, M. y E. López, y L.F. Melo (1999), "La Inflación desde una perspectiva monetaria: un modelo P* para Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía No. 133,* octubre.

Musalem, A. (1971), *Dinero, Inflación y Balanza de Pagos.* Talleres Gráficos del Banco de la República.

Otero, J. y M. Ramírez (2005), "Inflation Before and After Central Bank Independence: the Case of Colombia", *Journal of Development Economics.*

Poole, William (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics,* mayo. pp. 197-216.

Ramírez, M. y M. Carrizosa (1975), "Análisis Espectral de las series temporales colombianas de dinero y precios", *Dinero, Precios y Salarios.* Compilado por ANIF. Ediciones Tercer Mundo, Bogotá.

Sánchez, F., A. Fernández y A. Armenta (2005), "*Historia Monetaria de Colombia en el siglo XX: Grandes tendencias y episodios relevantes*". CEDE, Universidad de los Andes.

Urrutia, Miguel (2002), "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década", *Revista del Banco de la República,* mayo.

Urrutia, Miguel (2003), "El Sistema de pronóstico de la inflación del Banco de la República", *Revista del Banco de la República*, febrero.